

NOTA EDITORIAL

CONSIDERACIONES SOBRE LOS EFECTOS FISCALES DE LA DEVALUACIÓN EN COLOMBIA

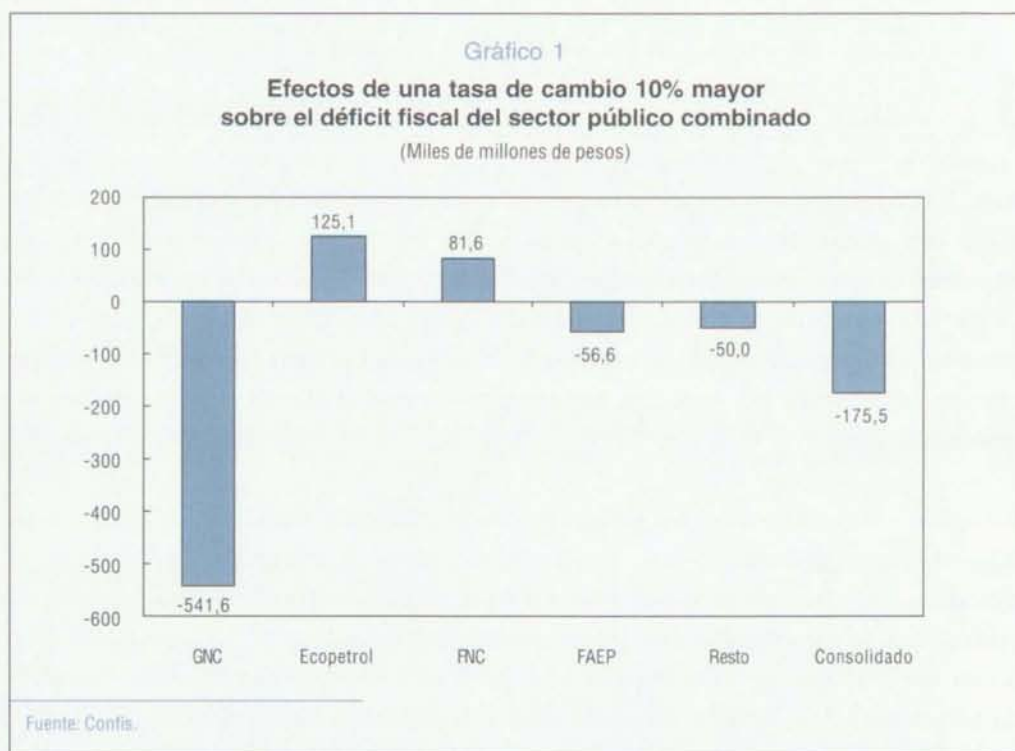
La devaluación puede tener importantes efectos fiscales para un país cuando el peso de la deuda externa pública es alto como porcentaje del PIB. Un incremento en el valor de la divisa aumenta el valor en moneda local del pago de intereses, el cual entra en el cálculo del déficit fiscal. Además, incrementa el pago en moneda local de las amortizaciones de la deuda externa, y eleva el saldo de la deuda externa denominada en pesos. Por esta razón, si la tasa de cambio se ubica en forma permanente en un nivel más alto, se incrementa el servicio de la deuda en los siguientes años.

En esta Nota Editorial se presentan los cálculos más recientes que se han elaborado para el caso colombiano sobre los efectos fiscales de la devaluación. La primera sección es esta introducción. En la segunda, se cuantifica el efecto directo de la devaluación sobre el déficit fiscal, sin tener en cuenta los efectos dinámicos. En la tercera sección se cuantifica el impacto de la devaluación sobre los saldos de la deuda pública, y se analiza el impacto de una mayor tasa de cambio sobre la sostenibilidad de la deuda en Colombia. En la última, se presentan las principales conclusiones.

I. EFECTOS SOBRE EL DÉFICIT FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

Los cálculos sobre los flujos de ingresos y egresos del sector público se realizaron utilizando los modelos del Consejo de Política Fiscal del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Con estos modelos se simuló el efecto de una devaluación mayor de 10% sobre cada una de las entidades que componen el sector público no financiero (SPNF). El cálculo se hizo con base en las cifras programadas para 2004, y tiene un carácter completamente estático: solamente mide los efectos de la devaluación en el mismo año en el que tiene lugar¹.

Una devaluación de la tasa de cambio de 10% incrementaría el déficit del sector público combinado en \$175 miles de millones (mm), es decir en menos de 0,1% del PIB nominal proyectado para 2004. Las entidades más afectadas por una devaluación cambiaria son Ecopetrol, el Fondo Nacional del Café (FNC) y el Gobierno Central. El resto de entidades también se tuvieron en cuenta en el análisis, pero sus resultados se presentan agrupados en una sola categoría. El mayor desequilibrio



¹ En la Sección II se analizan los efectos dinámicos de la devaluación.

se registraría a nivel del Gobierno Central, cuyo déficit se incrementaría en \$541,6 mm, o sea, un poco más de 0,2% del PIB.

Ecopetrol registraría un mayor superávit de \$125,1 mm y el FNC también arrojaría un saldo positivo de \$81,6 mm. El Fondo de Estabilización Petrolera (FAEP), por su parte, aumentaría su déficit por la mayor devaluación, lo cual se atribuye básicamente a la forma como se registran contablemente sus operaciones². Por último, el resto de entidades del sector público tendría un mayor déficit que se explica por mayores pagos de intereses en dólares que tendrían que realizar por concepto de su deuda externa.

A continuación se desglosan estos efectos entre sus principales rubros.

A. El Gobierno Nacional Central

En el Cuadro 1 se presenta el efecto de una devaluación de 10% sobre las finanzas del Gobierno Nacional Central (GNC). Como se aprecia, el principal impacto sería sobre el pago de intereses, que se incrementarían en \$615 mm, es decir, 0,3% del PIB. También se registrarían otros impactos sobre los gastos generales y de inversión, que se encuentran asociados principalmente con el gasto en bienes importados. Así mismo, se registraría un impacto positivo sobre los ingresos que está asociado con el incremento de los recaudos por aranceles e IVA externo (\$107 mm). Este impacto, sin embargo, no es muy alto (\$57 mm) porque la devaluación aumenta el valor en pesos de estos recaudos pero también disminuye las importaciones.

En términos netos el déficit del GNC se aumenta en 0,2% del PIB como resultado de la devaluación de 10%.

Aunque el pago de intereses sobre la deuda externa aumenta en 0,1% del PIB, los efectos de una devaluación permanente en períodos más largos son mayores, ya que aumenta no solamente el valor del pago de intereses en el año en que se produce la devaluación, sino en los siguientes años. Con una devaluación adicional de 10% en 2004, el incremento de los pagos de intereses hasta el año 2010, a precios de 2004, será de \$3,3 billones (b), equivalente a 1,6% del PIB. Otra forma de

² Las utilizaciones de los fondos del FAEP -que son en dólares- en un año dado, se contabilizan como un mayor gasto o mayor déficit. Una mayor devaluación implica un mayor gasto o un mayor déficit en pesos colombianos.

Cuadro 1
Gobierno Central
(Miles de millones de pesos)

	2003	2004	2004 (*)	Diferencia
Total ingresos	35.099	38.789	38.898	109
Ingresos corrientes	32.325	35.813	35.870	57
Ingresos tributarios	32.053	35.612	35.669	57
Indirectos	17.045	18.945	18.997	52
IVA interno	8.353	9.125	9.125	0
Comercio exterior	6.086	6.999	7.051	52
Gravamen	2.062	2.359	2.377	17
IVA externo	4.024	4.640	4.674	34
Reforma tributaria	3.288	3.483	3.488	5
Otros indirectos (Gasolina otros y 2-3 x 1.000)	2.606	2.821	2.821	0
Ingresos no tributarios	272	201	201	0
Gestión	0	0	0	0
Otros recursos de capital	2.441	2.640	2.692	53
Fondos especiales	334	336	336	0
Total gastos no financieros Gobierno Central	35.892	38.829	38.936	107
Total transferencias	24.354	27.832	27.831	0
Pago de intereses	10.251	12.060	12.675	615
Internos	5.721	6.804	6.804	0
Externos	4.530	5.257	5.872	615

(*) Simulación: devaluación del 10%.

Fuente: 2000-2001: Confis (Documento Asesores Contis, 25 de julio de 2000).

2002-2010: Ingresos y gastos diferentes de intereses. Dirección General del Presupuesto Nacional, Dirección General de Política Macroeconómica.

cuantificar este efecto es en términos de la tasa de interés implícita asociada a los pagos. Si la tasa de interés externa en el escenario sin devaluación adicional es de 8%, un incremento permanente de la tasa de cambio de 10% incrementa los pagos por la deuda en un monto equivalente al que habría que pagar si la tasa de interés externa se incrementara en cerca de 286 puntos básicos (pb) (a 10,86%), o si el coeficiente de riesgo-país sobre la deuda externa aumentara en esa magnitud.

B. Fondo Nacional del Café

En el caso del FNC, una devaluación del 10% generaría un superávit de \$81 mm como resultado de los mayores ingresos (en moneda nacional) por venta de café (Cuadro 2).

De otro lado, la participación del endeudamiento externo dentro de la estructura de capital del FNC es baja, de manera que variaciones en la

Cuadro 2
Fondo Nacional del Café
(Millones de pesos)

Concepto	2002	2003	2004	2004 sim	Diferencias
Ingresos totales	727.275	1.052.456	2.601.837	3.826.231	112.030
Explotación bruta	641.121	822.324	2.059.321	3.028.413	98.490
Ingresos tributarios	27.756	118.149	283.103	416.328	13.541
Otros ingresos	58.397	111.984	259.413	381.490	0
Pagos totales	760.509	1.015.401	2.363.817	3.476.202	30.751
Pagos corrientes	758.571	1.002.703	2.363.817	3.476.202	30.751
Intereses deuda externa	16.590	15.496	32.068	47.159	1.534
Intereses deuda interna	26.583	37.495	96.630	142.103	0
Otros	715.397	949.711	2.235.119	3.286.940	29.216
Op. Cial. y Compr.	676.798	829.450	1.990.148	2.926.688	29.216
Pagos de capital	1.939	12.698	0	0	0
Formación bruta de capital	1.939	12.698	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0
Déficit / Superávit real	(33.235)	37.056	238.019	350.029	81.280

Fuente: Asesores del Gobierno en asuntos cafeteros.

tasa de cambio sólo tienen efectos marginales sobre el servicio de la deuda. El mayor incremento en costos por movimientos en la tasa de cambio está asociado a gastos de comercialización externa, y a posibles ajustes en el precio interno, el cual se fija con una fórmula que lo vincula al precio internacional en pesos. El incremento en los pagos es, sin embargo, mucho menor, de tal manera que el efecto total de la devaluación de 10% es positivo (0,004% del PIB).

C. Ecopetrol

En el caso de Ecopetrol, los ingresos brutos por ventas externas en moneda local están afectados por la tasa de cambio promedio. De esta manera, ante una devaluación del 10% los ingresos de la empresa se incrementarían en \$659 mm principalmente por mayores ventas de petróleo en moneda nacional (Cuadro 3). Los ingresos por ventas domésticas (derivados del petróleo, especialmente de gasolina) también pueden verse afectados dependiendo del ajuste de los precios internos en respuesta a la devaluación. En los últimos años la política de precios de los combustibles ha estado orientada a reducir el monto del subsidio que se otorga por este concepto. Si no se ajusta el precio interno, la devaluación incrementa el costo fiscal de este subsidio en moneda local.

Cuadro 3
Empresa Colombiana de Petróleos - Ecopetrol
(Millones de pesos)

Concepto	2003	2004	2004 sim	Diferencias
Ingresos totales	11.866.933,5	12.753.045,4	13.412.534,8	659.489,4
Explotación bruta	11.262.878,5	11.882.944,2	12.474.140,4	591.196,1
Otros ingresos	604.055,0	870.101,1	938.394,5	68.293,3
Pagos totales	10.731.670,5	11.541.543,4	12.075.656,3	534.113,0
Pagos corrientes	9.216.131,4	9.606.180,5	10.082.232,5	476.052,1
Interés deuda externa	70.784,5	22.042,4	24.356,8	2.314,3
Otros	9.145.347,0	9.584.138,0	10.057.875,8	473.737,7
Operación comercial	4.050.410,2	4.137.655,4	4.394.679,1	257.023,6
Transferencias	4.466.522,8	4.781.566,5	4.998.280,6	216.714,1
Pagos de capital	1.515.539,1	1.935.362,9	1.993.423,8	58.060,9
Formación bruta de capital fijo	1.515.539,1	1.935.362,9	1.993.423,8	58.060,9
Déficit / Superávit real	1.135.263,0	1.211.502,0	1.336.878,5	125.376,5

Fuente: Ecopetrol.

De otro lado, cerca de un 31% de los gastos totales de Ecopetrol se originan en dólares, tales como el 40% de la inversión, los pagos a Oleoductos de Colombia S. A. (Ocesa) (transporte del crudo de Cusiana), los Build Operate Manage and Transfer (BOMT), y las compras de crudo a las compañías internacionales, las cuales se valoran en dólares de acuerdo con el precio promedio del crudo de exportación de Ecopetrol y se llevan a moneda local con la tasa de cambio promedio. Los otros gastos que se ven afectados por cambios en el precio internacional del crudo son las regalías.

Para 2004 todos estos factores en conjunto implicarían un aumento en los pagos de \$543 mm (ante una devaluación de 10%), principalmente por importaciones, transferencias e inversión. El resultado final tendría un efecto positivo de \$ 125 mm.

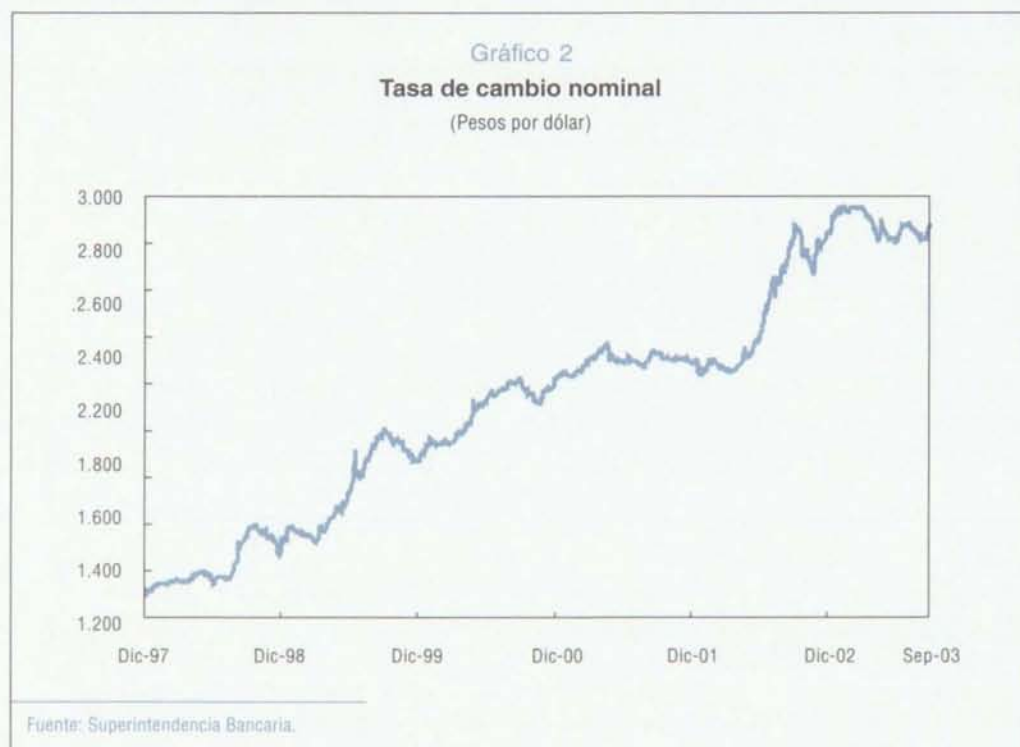
II. EFECTOS DE LA DEVALUACIÓN

SOBRE LA VALORACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

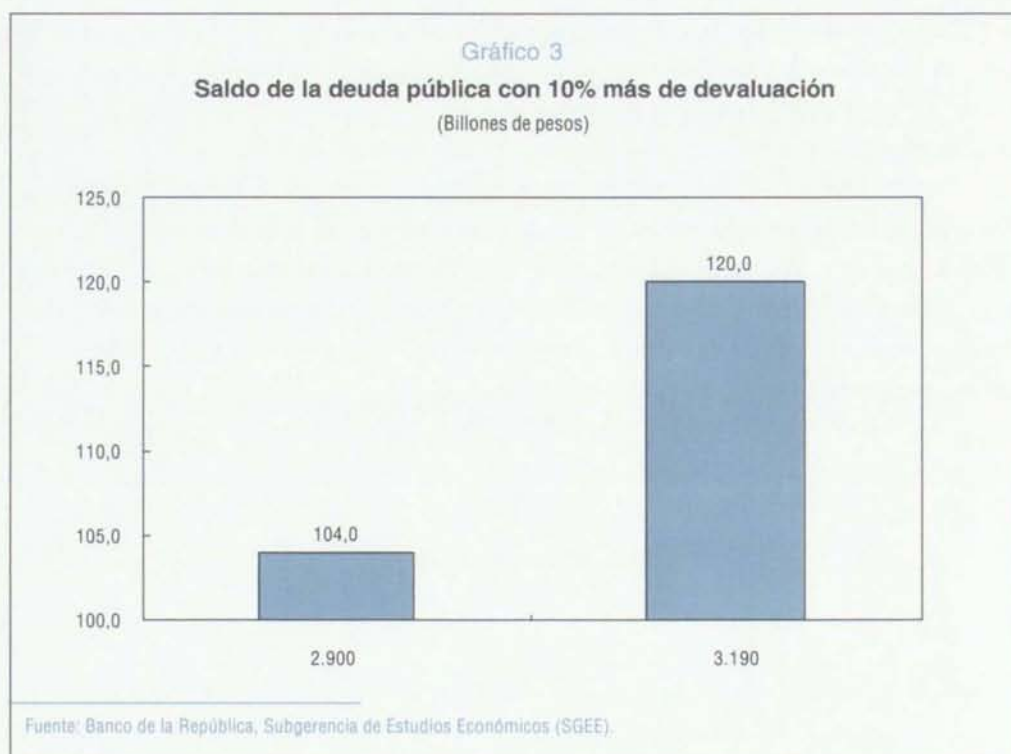
En los últimos cinco años la deuda pública colombiana, y especialmente aquella en cabeza del Gobierno Central, han aumentado notoriamente. Entre 1997 y 2002 la deuda bruta total del SPNF pasó, como proporción

del PIB, de 30% a 61%, con un crecimiento anual de 28%³. Una parte de este aumento se explica por el incremento de la tasa de cambio, que entre 1997 y 2003 implicó una devaluación (fin de período) de 220%, y de alrededor de 30% en términos reales (Gráfico 2).

Por ejemplo, la deuda pública actual, valorando la deuda externa a una tasa de cambio de \$2.900, equivale a \$104 b. La misma deuda, valorada a una tasa de cambio 10% más alta (\$3.190), incrementa el *stock* de la deuda total en cerca de 15%, unos \$16 b, equivalentes a un poco más de siete puntos del PIB (Gráfico 3).



³ Los saldos de la deuda pública externa que sirvieron de base a estos cálculos provienen de estadísticas del Banco de la República. Estos difieren un poco de los que utiliza el Gobierno en el sentido de que no considera algunos pasivos como los bonos pensionales y otros pagarés que existen entre entidades del sector público. Sin embargo, no tener en cuenta estos pasivos no introduce sesgos en el cálculo del efecto de la devaluación por cuanto los bonos pensionales son denominados en pesos. Adicionalmente, aunque no se contabilizan los pagarés en cabeza del Gobierno Central, estos se encuentran contabilizados dentro de las deudas del sector público combinado con terceros. El único pasivo que no estaría en estos saldos de deuda es el de los denominados "pasivos contingentes" del Estado entre los que se incluyen, entre otros, las garantías de peajes mínimos otorgadas en las concesiones viales. En este sentido, podría haber una subestimación del efecto de los movimientos cambiarios sobre los saldos de deuda por no tener en cuenta estos pasivos. Sin embargo, en Colombia hasta ahora se está efectuando un proceso de valoración de dichos pasivos. En un futuro sería deseable incluir estos efectos también en los cálculos que aquí se presentan.



Para cuantificar el efecto de la evolución de la tasa de cambio sobre la dinámica de la deuda pública en los últimos años, conviene descomponer los cambios en la relación de deuda a PIB (D/Y) en los siguientes factores⁴:

$$(1) \quad \Delta \left(\frac{D}{Y} \right) = \frac{\Delta D_t^I}{(Y + Y_{t-1})/2} + \frac{\Delta D_t^* \cdot (e_t + e_{t-1})/2}{(Y + Y_{t-1})/2} + \frac{\Delta e_t \cdot (D_t^* + D_{t-1}^*)/2}{(Y + Y_{t-1})/2} - \frac{\Delta Y_t \cdot (D_t + D_{t-1})}{(Y_t + Y_{t-1})^2}$$

El primer término recoge el efecto de un mayor endeudamiento interno (ΔD^I) del GNC. El siguiente término mide la variación en la tasa de endeudamiento debido a una mayor deuda externa en dólares (ΔD^*), controlando por la tasa de cambio (e). El tercer término es la variación debido a un incremento en la tasa de cambio nominal (Δe), controlando por el nivel de la deuda externa. Estos dos términos, en conjunto, recogen el impacto de la mayor deuda externa (en pesos) sobre la tasa de deuda a PIB. El último término es el efecto del crecimiento nominal del PIB (ΔY), e incluye tanto el crecimiento real como el incremento en el deflactor.

⁴ Este análisis se concentrará en la deuda pública del GNC que, como ya se dijo, es la que más ha crecido desde 1997.

Cuadro 4
Cambios en la relación Deuda / PIB del GNC

	Cambio en Deuda / PIB	Explicado por:		Descomposición de la deuda			
		Crecimiento	Deuda	Interna	Externa total	En US\$	Devaluación
1996	0,5	(2,5)	3,0	2,0	1,1	0,9	0,1
1997	3,3	(3,1)	6,4	3,7	2,7	0,6	2,1
1998	4,3	(2,9)	7,2	3,2	4,0	2,3	1,8
1999	7,4	(2,0)	9,5	4,8	4,7	2,0	2,7
2000	7,6	(4,6)	12,0	6,6	5,4	2,7	2,7
2001	6,8	(3,5)	10,3	4,9	5,4	4,8	0,6
2002	8,3	(3,3)	11,6	6,6	5,0	(0,3)	5,3
Aumento 1998-2002	34,4	(16,3)	50,6	26,0	24,6	11,5	13,1

Fuente: Banco de la República, SGEE.

Entre 1997 y 2002 la deuda bruta total del GNC pasó, como proporción del PIB, de 17,8% a 51,8%, es decir, aumentó 34 puntos porcentuales. Aplicando la descomposición de la identidad (1), el aumento en la deuda total (como proporción del PIB) tuvo lugar casi en igual proporción entre endeudamiento interno y externo (26,0 y 24,6 puntos porcentuales de incremento, respectivamente). De otro lado, el incremento en este endeudamiento externo ha sido el resultado tanto de una mayor contratación de deuda en dólares (11,5 puntos porcentuales), como de una mayor devaluación (13,1 puntos porcentuales) (Cuadro 4). Es decir, cerca de una cuarta parte del incremento en el endeudamiento público como proporción del PIB entre 1997 y 2002 se explica por el aumento en la tasa de cambio que tuvo lugar en este período.

Una descomposición alternativa del incremento en el endeudamiento, que nos conduce a un resultado similar, está basada en la siguiente identidad contable:

$$(2) \quad \Delta D = \Delta A + (GP + I - T) + Val(D) - Val(A)$$

donde,

- D = Deuda total del GNC
- Y = PIB
- A = Activos del Gobierno
- GP = Gasto primario del Gobierno

I = Intereses pagados por el Gobierno

T = Ingresos fiscales

Val (D) = Valorizaciones de la deuda

Val (A) = Valorizaciones de los activos.

Esta identidad establece que la variación de un año a otro de la deuda se explica por el déficit fiscal, los movimientos de activos netos como las privatizaciones y las valorizaciones. Estas valorizaciones incluyen los efectos de la devaluación sobre el saldo de la deuda externa y sobre el saldo de los TES en dólares, y las valorizaciones por el efecto de la inflación sobre bonos emitidos en UVR.

En el Cuadro 5 se puede apreciar el impacto sobre la dinámica de la deuda de los distintos componentes. Entre 1998 y 2002 cerca de un

Cuadro 5
Descomposición de la deuda del GNC 1/

	Var. deuda	Déficit primario	Intereses de la deuda	Déficit total	Privati- zaciones	Portafolio	Reestruc- turación financiera	Valorización		Otros
								Por efecto de la devaluación sobre	Por bonos UVR	2/
								Deuda en US\$	TES	
En miles de millones de pesos										
1996	2.442,4	1.849,5	1.878,5	3.728,0	(746,8)	(25,5)	0,0	128,0	10,0	0,0 (651,0)
1997	7.325,9	2.019,5	2.484,5	4.504,0	(706,2)	758,1	0,0	2.323,0	109,0	0,0 338,0
1998	9.453,8	2.851,3	4.089,7	6.941,0	0,0	(242,4)	0,0	2.526,0	147,0	0,0 82,2
1999	16.683,9	3.842,5	5.025,5	8.868,0	(87,2)	176,6	2.324,0	4.008,0	327,0	156,0 911,5
2000	22.761,2	3.764,8	6.630,2	10.395,0	(747,7)	519,1	5.311,0	5.092,0	320,0	809,0 1.062,8
2001	18.012,3	3.793,0	7.497,0	11.290,0	(182,4)	3.705,1	55,0	1.128,0	96,0	507,0 1.413,6
2002	21.793,3	3.450,6	7.902,4	11.353,0	0,0	(4.809,0)	281,2	10.333,0	573,0	904,0 3.158,1
Porcentaje										
1996	100,0	75,7	76,9	152,6	(30,6)	(1,0)	0,0	5,2	0,4	0,0 (26,7)
1997	100,0	27,6	33,9	61,5	(9,6)	10,3	0,0	31,7	1,5	0,0 4,6
1998	100,0	30,2	43,3	73,4	0,0	(2,6)	0,0	26,7	1,6	0,0 0,9
1999	100,0	23,0	30,1	53,2	(0,5)	1,1	13,9	24,0	2,0	0,9 5,5
2000	100,0	16,5	29,1	45,7	(3,3)	2,3	23,3	22,4	1,4	3,6 4,7
2001	100,0	21,1	41,6	62,7	(1,0)	20,6	0,3	6,3	0,5	2,8 7,8
2002	100,0	15,8	36,3	52,1	0,0	(22,1)	1,3	47,4	2,6	4,1 14,5
1998-2002	100,0	21,3	36,1	57,4	(1,0)	(0,1)	7,8	25,4	1,6	2,3 6,7

1/ Información preliminar.

2/ En los años 2001 y 2002 incluye \$556 mm y \$769 mm por concepto de emisión de bonos de valor constante destinados a cubrir pasivo pensional de universidades públicas.

Fuente: Banco de la República.

57% de la variación de la deuda se explica por cambios en el déficit público, y entre éste, 21% por el déficit primario (sin incluir pago de intereses), y 36% por pago de intereses sobre la deuda (externa e interna). De otro lado, la devaluación explica 27% del incremento en la deuda durante el período, y los gastos de reestructuración financiera dan cuenta del 8%.

El efecto de la devaluación sobre la dinámica de la deuda fue particularmente pronunciado en 2002, cuando este factor explicó 50% del cambio en la deuda de ese año, es decir, \$10,3 b de los \$21,8 b en los que aumentó el saldo de la deuda pública en ese año.

III. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA Y LA DEVALUACIÓN

Dada la importancia de la devaluación sobre el saldo de la deuda pública en Colombia, vale la pena analizar el impacto que tiene la devaluación cambiaria sobre las condiciones de sostenibilidad de la deuda.

La *sostenibilidad* de la deuda pública de un país se refiere a las condiciones que se requieren para que aquella no aumente indefinidamente. Estos conceptos surgen de la teoría de las finanzas públicas, en donde, al igual que en las empresas, se hace la diferenciación entre los conceptos de “solvencia” y “sostenibilidad”.

El concepto de *solvencia* del sector público de un país se encuentra asociado con su restricción de presupuesto intertemporal: la condición de solvencia implica que el valor presente del gasto primario (excluyendo el pago de intereses) actual y futuro es inferior al valor presente del ingreso corriente y futuro, descontando el nivel inicial de deuda (Fondo Monetario Internacional, 2002):

$$(3) \quad \sum_{t=0}^{\infty} \frac{G_{t+i}}{\prod_{j=1}^i (1+r_{t+j})} \leq \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Y_{t+i}}{\prod_{j=1}^i (1+r_{t+j})} - (1+r_t) D_{t-1}$$

donde,

G_t = gasto primario (excluyendo intereses)

Y_t = ingreso (excluyendo intereses)

D_{t-1} = nivel inicial de la deuda pública
 r = tasa de interés real

La condición de solvencia implica, por lo tanto, que el valor presente descontado de la deuda pública (que se genera cuando $G > Y$) debe ser menor o igual a cero. Para que esto ocurra no puede mantenerse un déficit primario permanente. Un déficit en un período debe ser contrarrestado con un superávit en otro.

Puede demostrarse que el superávit primario requerido (s^*) para hacer sostenible la deuda pública, tomando en cuenta que parte de la deuda está denominada en moneda extranjera, es el siguiente (Dinh, 1999):

$$(4) \quad S^* = \beta (r - g) + (x / y) \beta^* (r^* + \hat{e} - \hat{x})$$

donde:

r = tasa de interés real de la deuda pública interna
 g = tasa de crecimiento del PIB real
 y = PIB real
 x = exportaciones reales
 r^* = tasa de interés real de la deuda pública externa
 \hat{e} = tasa de devaluación real
 β = relación deuda doméstica a PIB
 β^* = relación deuda externa a exportaciones
 \hat{x} = tasa de crecimiento de las exportaciones

En materia de endeudamiento externo, lo que la nueva ecuación sugiere es que mientras las exportaciones crezcan en igual o mayor proporción que la tasa de interés real externa más la devaluación real no es necesario generar más superávit primario para hacer que la deuda externa pública como proporción de las exportaciones se mantenga estable.

La ecuación (4) tiene la ventaja de que permite evaluar cuál sería el efecto sobre la sostenibilidad fiscal y las necesidades de ajuste de una mayor devaluación de la moneda.

En el Cuadro 6 se presenta la aplicación del cálculo mencionado para varios años en Colombia. Los valores de los parámetros correspondientes al año 2002 son los observados, mientras que los de 2003 en

Cuadro 6
Sostenibilidad fiscal y devaluación en Colombia, 2002-2006
Superávit primario requerido (*)

	Base	Con devaluación adicional de 10%	Diferencia
2002	2,73	3,34	0,61
2003	2,62	3,36	0,73
2004	1,71	2,44	0,73
2005	2,02	2,82	0,80
2006	1,56	2,38	0,82
2007	1,96	2,80	0,84
2008	1,18	2,02	0,84
2009	1,46	2,32	0,85
2010	1,17	2,07	0,90
Promedio	1,82	2,62	0,79

(*) Deuda bruta.

Fuente: Banco de la República, SGEE y Confis.

adelante son cálculos realizados con base en los valores de los parámetros que utiliza el Ministerio de Hacienda, y que son consistentes con la programación fiscal para los siguientes años. En la primera columna se presenta el cálculo del superávit primario requerido (s^*), utilizando como base el concepto de la deuda bruta. Aunque este último concepto no es metodológicamente el más aconsejable, sí es el más compatible con el superávit presentado en la columna (2), ya que este incluye los rendimientos financieros⁵.

Como se puede apreciar, una devaluación real de 10% incrementa la magnitud del superávit necesario para lograr la sostenibilidad de la deuda en 0,8% del PIB en promedio (columna 3). La magnitud de este efecto equivale a más del 80% de los ingresos adicionales que se obtuvieron con la reforma tributaria de 2003.

⁵ En la literatura sobre el tema se aconseja utilizar para estos cálculos la *deuda neta* de activos financieros. En consecuencia, el superávit primario necesario que resulta excluye por definición los rendimientos de dichos activos. En Colombia, sin embargo, para las proyecciones fiscales se usa un concepto distinto de superávit primario que no excluye dichos rendimientos. Por lo tanto, esta definición es consistente con un concepto de *deuda bruta*. En la columna (5) del Cuadro 6, en todo caso, se presenta el superávit sostenible utilizando la deuda neta. Sin embargo, surgen problemas metodológicos de compararlo con el proyectado por el Confis de la columna (2).

IV. CONCLUSIONES

A mediados de los años noventa, cuando la deuda pública externa era relativamente baja y los recursos del FAEP y de Ecopetrol crecían a tasas altas debido a las mayores exportaciones de petróleo, las devaluaciones cambiarias podían tener efectos fiscales positivos sobre las finanzas del SPNF, no obstante los efectos negativos sobre las finanzas del GNC. A finales de la década pasada algunos cálculos del Ministerio de Hacienda (1999) mostraban un efecto fiscal aproximadamente neutro de la devaluación sobre el SPNF. Hoy, el efecto fiscal de la devaluación es claramente negativo.

Este impacto es relativamente pequeño en el corto plazo (cerca de 0,1% del PIB para el SPNF y 0,2% para el GNC), pero se amplifica en el mediano y el largo plazos a través del aumento del saldo de la deuda. Cerca de una cuarta parte del incremento en el endeudamiento público como proporción del PIB entre 1997 y 2002 se explica por el aumento en la tasa de cambio que tuvo lugar en ese período. La devaluación de la tasa de cambio en 2002 significó un incremento en el saldo de la deuda pública (expresada en moneda local) de más de \$10 b.

Una devaluación permanente de 10% tiene un efecto similar sobre el servicio de la deuda, al que tendría un incremento en las tasas de interés externas de cerca de 280 pb. En términos de sostenibilidad de la deuda, una devaluación real de 10% incrementa la magnitud del superávit necesario para estabilizar la deuda (como proporción del PIB) en 0,8% del PIB en promedio, lo cual implica un gran esfuerzo fiscal adicional.

Colombia tiene un régimen cambiario de flotación, de tal manera que la evolución en el mediano y largos plazos de la tasa de cambio real debe reflejar los factores que determinan en forma fundamental esta variable: los movimientos en productividad entre sectores transables y no transables, los flujos externos de capital, el crecimiento del gasto público, y los choques a los términos de intercambio, entre otros.

La política económica con respecto a la tasa de cambio permite que tengan lugar, por lo tanto, los ajustes requeridos por los cambios en las condiciones de la economía y del resto del mundo. Sin embargo, se

suelen expresar argumentos que propugnan por mayores tasas de devaluación, y que en la mayoría de los casos no toman en cuenta los efectos negativos que puede tener esta variable en otros aspectos de la economía. Uno de ellos, sin duda, es su impacto sobre las finanzas públicas.

Miguel Urrutia Montoya
*Gerente General**

-
- * Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Pilar Esguerra y Juan Mauricio Ramírez. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.

REFERENCIAS

- Dinh, Hinh (1999). "Fiscal Solvency and Sustainability in Economic Management", Mimeo, Banco Mundial.
- FMI (2002). "Assessing Sustainability", Policy Development and Review Department.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1999). "Análisis de sensibilidad fiscal: Descripción de procesos e interrelaciones sectoriales del modelo MEGHA", Mimeo.